
**Pourquoi les investisseurs institutionnels canadiens devraient
participer au marché mondial des capitaux propres**

Mise en œuvre des conclusions du rapport « Trouver la clé »

Mise à jour du 1^{er} mai 2007

Le rapport *Trouver la clé*

- Le rapport intitulé *Trouver la clé – les investisseurs institutionnels canadiens et les capitaux propres* a été commandé par le gouvernement fédéral et six gouvernements provinciaux; il évalue les attitudes actuelles des investisseurs institutionnels vis-à-vis des investissements en capitaux propres canadiens. On peut trouver ce rapport dans le site [http://strategis.ic.gc.ca/epic/internet/insbrp-rppe.nsf/vwapj/Finding_the_Key_e.pdf/\\$FILE/Finding_the_Key_e.pdf](http://strategis.ic.gc.ca/epic/internet/insbrp-rppe.nsf/vwapj/Finding_the_Key_e.pdf/$FILE/Finding_the_Key_e.pdf)
- Cette recherche a été dirigée par Macdonald & Associates et basée sur des entrevues réalisées auprès d'une centaine d'investisseurs institutionnels au Canada et aux États-Unis.
- Les principales conclusions constatent l'existence d'obstacles à l'entrée sur le marché des capitaux propres et à une activité continue, notamment pour les régimes de retraite à l'actif inférieur à 5 milliards de dollars. Voici certains de ces obstacles :
 - Attitudes et connaissance limitée des capitaux propres par les fiduciaires et consultants canadiens
 - Difficultés de dotation en personnel interne et de supervision des investissements
 - Manque d'infrastructure de soutien comme les fonds de fonds, les gardiens, les conseillers et consultants
 - Coûts de l'entrée sur le marché
 - Accès limité à des données fiables sur le rendement, surtout pour le marché canadien

Placements en capitaux propres par les régimes de retraite américains et canadiens, en fonction de leur taille

Pourcentage de l'actif total				
<i>ÉTATS-UNIS (\$ US)</i>				
Importance du régime	+ de 5 milliards \$	De 1 à 5 milliards \$	De 501 millions à 1 milliard \$	- de 500 millions \$
	3,4 %	2,6 %	1,5 %	1,5 %
<i>CANADA (\$ CA)</i>				
Importance du régime	+ de 5 milliards \$	De 1 à 5 milliards \$	De 501 millions à 1 milliard \$	- de 500 millions \$
	3,2 %	0,5 %	0,1 %	0,1 %
* Comprend les données existantes pour les fonds de dotation/fondations, les fonds de pension publics et privés				
Source : Greenwich Associates, 2003				

Il existe d'importantes différences entre les États-Unis et le Canada pour ce qui est des placements en capitaux propres par les investisseurs institutionnels à l'actif inférieur à 5 milliards de dollars

Recommandations du rapport et objectifs de la présentation

Recommandations

Les conclusions du rapport *Trouver la clé* stipulent que l'ACCR doit :

“ Augmenter la communication et la formation sur les capitaux propres en appuyant sur ses relations avec l'ACGFR et les autres associations du secteur

“ Trouver des moyens de battre les obstacles et de renforcer l'infrastructure existante de façon à faciliter l'entrée économique sur le marché des capitaux propres

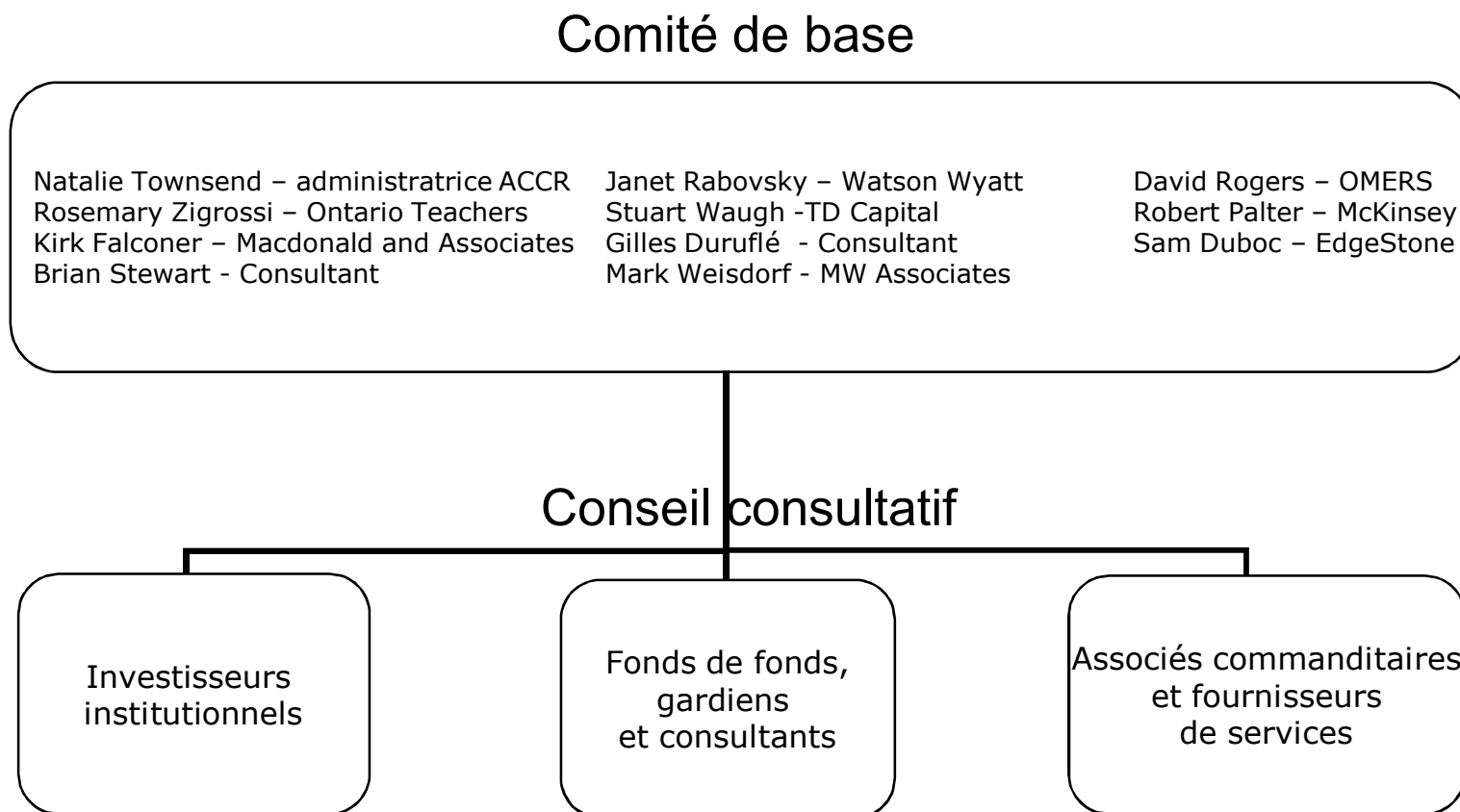
Il recommande également d'augmenter l'éducation sur le marché canadien des capitaux propres, ce qui doit former la deuxième phase de ce projet

Objectifs de la présentation

- “ Donner un aperçu des capitaux propres et des raisons pour lesquelles cette catégorie d'actif doit être envisagée pour un portefeuille de placements institutionnel
- “ Discuter des risques potentiels et des questions de mise en œuvre d'un programme de placements en capitaux propres
- “ Étudier d'autres méthodes de constitution d'un portefeuille de capitaux propres . depuis les fonds de fonds jusqu'aux placements directs

Aperçu du comité des institutions (1) – établi en juin 2005

- Le comité des institutions de l'Association canadienne du capital de risque et d'investissement (« ACCR ») a été formé dans le but de suggérer des moyens de mettre en œuvre les recommandations du rapport « Trouver la clé ».



Aperçu du comité des institutions (2) – établi en juin 2005

Conseil consultatif

Investisseurs institutionnels

Alberta Treasury - Dan Kanashiro
BCIMC - Neil Muth
CAAT - Denis Larose
CBC Pension - Debra Alves
CDP - Pierre Fortier
CPPIB – Tom Tutsch
Industrial Alliance - Richard Legault
McGill - John Limeburner
NBIMC - John Sinclair
PSP - Derek Murphy
STM - Denis Giroux
University of Alberta - Ron Ritter
University of Ottawa - Barb Miazga
Via Rail - Chris Caswell

Fonds de fonds, gardiens et consultants

Adams Street - John Gray
BDC - Brian Elder
Cambridge - Andrea O'Toole-Auerbach
Harbourvest - Brooks Zug
James P. Marshall - David Kaposi
Kensington - Tom Kennedy
Pacific Corporate Group - Mike Russell
Pantheon - Helen Steers
Paul Capital - Ann Watson
WestAM - Tom Thompson

Associés commanditaires et fournisseurs de services

Goodmans - Rick Nathan
Goodman and Carr-Murray Perelman
Gowlings - Nicholas Dietrich
Greenstone - Livia Mahler
GTI - Bernard Hamel
McLean Watson - John Eckert
Penfund – John Bradlow
PRIVEQ - Brad Ashley

Contexte et objectifs de la présentation

Recommandations

Les conclusions du rapport *Trouver la clé* stipulent que l'ACCR doit :

“Augmenter la communication et la formation sur les capitaux propres en appuyant sur ses relations avec l'ACGFR et les autres associations du secteur

“Trouver des moyens de combattre les obstacles et de renforcer l'infrastructure existante de façon à faciliter l'entrée économique sur le marché des capitaux propres

Il recommande également d'augmenter l'éducation sur le marché canadien des capitaux propres, ce qui doit former la deuxième phase de ce projet

Objectifs de la présentation

- “ Donner un aperçu des capitaux propres et des raisons pour lesquelles cette catégorie d'actif doit être envisagée pour un portefeuille de placements institutionnel
- “ Discuter des risques potentiels et des questions de mise en œuvre d'un programme de placements en capitaux propres
- “ Étudier d'autres méthodes de constitution d'un portefeuille de capitaux propres . depuis les fonds de fonds jusqu'aux placements directs

Que sont les capitaux propres ?

- Investissements dans des capitaux à long terme et des créances de second rang de sociétés non publiques à différentes phases de leur développement, depuis le capital de risque jusqu'aux rachats
 - Capital de risque
 - Investissement à risque dans de nouvelles ou jeunes entreprises, ordinairement dans les secteurs de la technologie ou de la biotechnologie, dans le but de poursuivre le développement d'un produit ou d'un service, de renforcer l'équipe de vente ou de gestion et d'élargir les ventes
 - Rachats et expansion
 - Investissement en capital ou en quasi-capital dans des entreprises établies pour favoriser la croissance, l'expansion ou le changement de propriétaire, y compris les rachats par emprunt et par les cadres. Peut exiger un réalignement stratégique, un élargissement de l'équipe de gestion et des changements de gouvernance
 - Mezzanine
 - Créances de second rang pour les entreprises établies à l'encaisse stable et solide
 - Autres
 - Stratégies spécialisées, comme les entreprises en difficultés, les situations spéciales, les redressements, les entreprises secondaires et l'infrastructure

Caractéristiques des capitaux propres

- Secteur beaucoup plus actif que les placements boursiers
 - Marché inefficace
 - Les gestionnaires de capitaux propres agissent en fonction de l'information qu'ils reçoivent
 - Les occasions d'investissement doivent être localisées activement et exigent un niveau élevé de diligence raisonnable, de personnalisation et de structuration
 - La valeur et la structure des investissements en capitaux propres sont déterminés par négociation et non établies par un marché boursier efficace
 - Participation active et gouvernance
 - Les participations au capital sont le plus souvent des participations majoritaires ou à influence marquée avec droits définis dans une convention d'actionnaires
 - Les gestionnaires de capitaux propres siègent le plus souvent au conseil des entreprises en portefeuille où on s'attend à ce qu'ils participent au développement de l'entreprise en utilisant leur expérience et leurs contacts pour les questions de stratégie, d'exploitation, de structure financière, de finance, de gestion et de rémunération
 - Horizon d'investissement à long terme
 - Les investissements dans les entreprises en portefeuille sont le plus souvent gardés entre cinq et sept ans, la majorité du rendement étant tirée de la vente à l'approche de la fin de la durée du fonds

Pourquoi envisager les capitaux propres?

- Amélioration du rendement
 - Les autres catégories d'actif n'offrent pas actuellement un rendement suffisant pour atteindre les objectifs de financement à long terme
 - Ils produisent un taux de rendement élevé avec performance supérieure à long terme pour les gestionnaires du premier quartile par rapport aux investissements publics de référence
 - La plupart des consultants des régimes de pension signalent que le rendement des capitaux propres devrait dépasser celui d'un portefeuille de placements boursiers de l'ordre de 300 à 500 points de base
 - La régularité des résultats parmi les gestionnaires du premier quartile augmente les chances de succès pour constituer un portefeuille de capitaux propres à haut rendement
 - Les avantages de structure, de gouvernance et d'information permettent aux gestionnaires des capitaux propres d'obtenir régulièrement des rendements élevés

- Avantages de la diversification
 - Donne accès à une gamme plus large d'investissements que n'en offre le marché boursier
 - Donne accès à des gestionnaires actifs qui peuvent augmenter la valeur des entreprises en portefeuille grâce à une gestion active qu'on ne trouve pas dans les autres investissements boursiers
 - Procure au portefeuille une diversification du risque dont l'importance est difficile à mesurer du fait des différences entre les données pour les marchés boursiers et pour les capitaux propres, qui comprennent nécessairement des évaluations provisoires

Rendement des capitaux propres divulgué pour les régimes de pension canadiens

Régime de retraite des enseignants et enseignantes de l'Ontario

- À la fin de 2006, les placements en capitaux propres s'élevaient à 6,1 milliards de \$, soit 5,7 % du portefeuille
- À la fin de 2006, le rendement sur 4 ans des capitaux propres du Régime des enseignants était de 33,3 %

Caisse de dépôt et placement du Québec

- À la fin de 2006, les placements en capitaux propres s'élevaient à 16,8 milliards de \$, soit 11,8 % du portefeuille
- Le rendement des capitaux propres était de 22,0 % en 2006, 22,3 % en 2005 et 20,5 % en 2004

Office d'investissement du Régime de pensions du Canada

- À la fin de l'exercice 2007, les placements en capitaux propres s'élevaient à 8,1 milliards de \$, soit 7 % du portefeuille
- Le taux de rendement des capitaux propres était de 35,3 % en 2007

OMERS Capital Partners

- À la fin de 2006, les placements en capitaux propres s'élevaient à 2,9 milliards de \$, soit 6,0 % du portefeuille
- Le taux de rendement des capitaux propres était de 17,7 % en 2006, 23,2 % en 2005 et 12,5 % en 2004

HOOPP

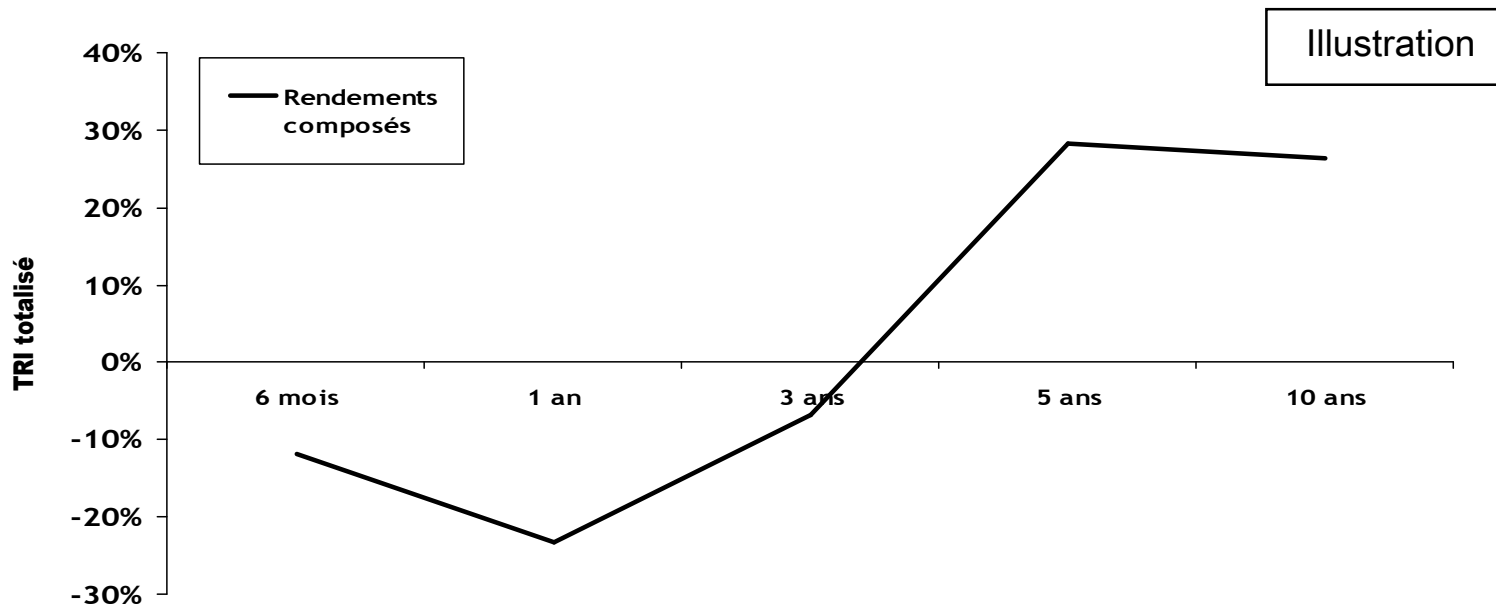
- À la fin de 2006, les placements en capitaux propres s'élevaient à 1,0 milliard de \$, soit 3,8 % du portefeuille
- Le rendement des capitaux propres et des situations spéciales était de 16,1 % en 2006, 18,2 % en 2005 et 21,2 % en 2004

Comment évaluer le rendement des capitaux propres

- Le rendement des capitaux propres s'exprime en taux de rendement interne (TRI) basé sur les évaluations provisoires jusqu'à ce que l'investissement soit réalisé (pondéré en dollars).
- Les indices de référence boursiers comme S&P et NASDAQ sont pondérés dans le temps, ce qui rend la comparaison difficile et peut-être même non significative
- Le rendement des capitaux propres n'est pas significatif avant qu'un fonds ne soit dans sa phase de maturité, le plus souvent passé trois à cinq ans lorsque le processus de réalisation de l'investissement initial commence
- Vu le manque de points de référence existants, on fait souvent appel à des comparateurs multiples pour évaluer les résultats à court et à long termes
 - À court terme (de 0 à 5 ans)
 - Principalement qualitatifs
 - Examen annuel du gestionnaire pour garantir le degré d'aisance
 - Examen annuel de l'exécution des politiques : respect de la stratégie et des objectifs énoncés, cadence des investissements, diversification, rendement sous-jacent des entreprises en portefeuille
 - Discussion permanente avec les associés commanditaires
 - À long terme (de 5 à 12 ans et +)
 - Comparaison du rendement les années de constitution (p. ex., premier quartile dans Thomson Venture Economics)
 - Objectif de rendement relatif (p. ex., indice désigné + 300 à 500 points de base)
 - Objectif de rendement absolu (p. ex., 12 % net)
 - Modélisation de l'encaisse du portefeuille afin de créer un indice de comparaison au marché boursier facilitant la comparaison avec les indices publics (indice de coût de substitution – voir Annexe III)

Courbe en J

- Les fonds de capitaux propres connaissent le plus souvent une baisse de valeur les premières années de leur développement, parce qu'ils évaluent leur investissement au prix coûtant jusqu'à une nouvelle phase de financement, une acquisition ou un premier appel public à l'épargne, tandis que les frais et radiations sont comptabilisés immédiatement.
- Le graphique ci-dessous montre la courbe en J d'un fonds de capitaux propres type. La courbe en J du capital de risque est en général plus longue que celle des rachats. Les fonds de 1999/2000 ont une courbe en J prolongée dépassant cinq ans, tandis que les fonds de 2001 remboursent déjà le capital.



Source : Thomson Venture Economics/NVCA

Il est important de considérer l'effet négatif à court terme de la courbe en J lorsqu'on évalue le rendement des capitaux propres.

Rendement des capitaux propres nord-américains – Horizon de placement

en date du 31 décembre 2006

Capitaux propres (moyenne groupée)	1 AN	3 ANS	5 ANS	10 ANS	15 ANS	20 ANS
Capital de risque	16,4	9,1	1,0	20,3	21,5	16,6
Rachat	24,5	14,6	10,4	8,5	11,1	12,9
Placements boursiers	23,3	12,7	7,5	11,0	13,8	13,9
Capitaux propres – premier quartile						
Capital de risque	25,3	18,4	10,2	81,8	44,9	30,0
Rachat	32,5	30,8	22,1	22,9	29,1	37,5
Placements boursiers	29,5	25,5	17,7	40,2	36,9	30,8
Marchés boursiers						
Indice S&P 500 (\$ US)	15,8	10,5	6,2	8,4	10,6	11,7
Indice TSX (\$ US)	17,0	22,9	20,4	11,8	11,2	11,0
Indice TSX (\$ CAN)	17,3	18,6	13,1	10,0	11,3	10,0
Indice composé NASDAQ (\$ US)	9,6	6,4	4,4	6,5	9,9	10,2
Indice Russell 2000 (\$ US)	18,4	13,6	11,4	9,4	11,5	10,9

Horizon de placement

Forme de calcul du TRI pour des périodes dont le point de départ est variable et le point terminal est le même. On parle ainsi du rendement sur des périodes de 3, 5 et 10 ans en date du 99-12-31, pour lesquelles le 99-12-31 marque le point terminal.

Nota : Le rendement des capitaux propres est net des frais de gestion sous-jacents et autres dépenses. Le rendement des capitaux propres est exprimé comme un taux de rendement interne (TRI), ce qui n'est pas le cas de celui des indices boursiers; toute comparaison directe risque donc de ne pas être valable. Le rendement des marchés boursiers est exprimé comme un rendement total pour tous les indices, sauf l'indice composé NASDAQ. Pour l'indice composé NASDAQ, c'est le rendement des cours qui est donné car les données sur les dividendes ne sont pas connues pour une période continue suffisante pour calculer le rendement total.

Source : Rapports sommaires horizon de placement Thomson Venture Economics; Bloomberg LP; TD Capital Private Equity Investors

Régularité du rendement

- Une étude réalisée en juin 2003 par Stephen Kaplan et Antoinette Schoar, de l'université de Chicago, a montré que sur une période de 17 ans, le rendement reste régulier pour tous les fonds de capitaux propres
 - Les associés commandités dont le rendement est supérieur à l'industrie pour un fonds obtiendront probablement un rendement supérieur pour un fonds suivant; les associés commandités dont le rendement est inférieur ont également des chances d'obtenir à nouveau le même rendement
 - Les conclusions sont très différentes de celles des fonds communs, pour lesquels la régularité a été difficile à déceler et, lorsqu'elle est présente, a tendance à se caractériser des performances inférieures plutôt que des performances supérieures
 - En cas d'erreur systématique due à la survie ou à la sélection dans l'échantillonnage de fonds, la régularité réelle serait vraisemblablement supérieure à la régularité mesurée
- Les investisseurs doivent établir s'il y a eu changement de responsables ou de stratégie depuis le fonds précédent

La régularité du rendement parmi les gestionnaires du premier quartile augmente les chances de succès de constitution d'un portefeuille de capitaux propres à haut rendement

Pourquoi les gestionnaires de capitaux propres obtiennent un rendement élevé à long terme (1)

- Accès à une information plus importante
 - Possibilité de réaliser une vérification diligente prolongée et complète
 - Possibilité d'accès à des renseignements détaillés sur l'entreprise et pendant la durée de l'investissement, le plus souvent grâce à une représentation au conseil et à des rapports internes

- Manque d'efficacité du marché
 - Possibilité de tirer parti des avantages de l'information et de l'illiquidité pour prendre des participations dans des sociétés fermées à une évaluation plus favorable que pour les sociétés ouvertes
 - Avantages d'illiquidité généralement réduits lorsque les sociétés fermées évoluent vers une ouverture ou une vente stratégique
 - Possibilité de structurer les conditions de détention des titres de manière plus intéressante et plus favorable aux investisseurs que dans le cas des placements boursiers

Les avantages de structure, de gouvernance et d'information placent le gestionnaire de capitaux propres en meilleure position pour obtenir régulièrement un rendement élevé

Pourquoi les gestionnaires de capitaux propres obtiennent un rendement élevé à long terme (2)

- Participation et gouvernance actives, à valeur ajoutée
 - Valeur ajoutée grâce aux contacts et à l'expérience des questions de stratégie, d'exploitation, de finance, de gestion et de rémunération
 - Possibilité de mise en œuvre rapide de mesures pour corriger toute déviation du rendement
 - Possibilité de contrôler la manière et le moment de sortir l'investissement pour maximiser la valeur pour les actionnaires

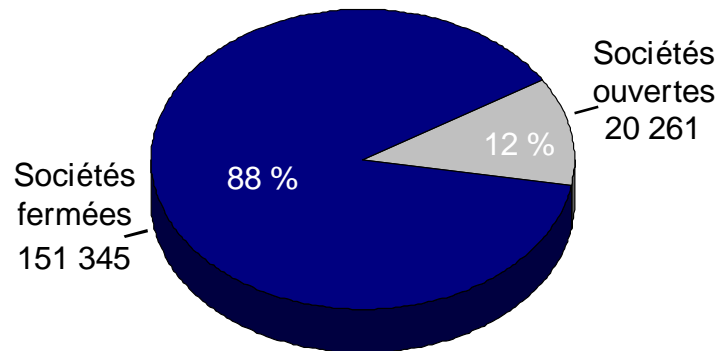
- Perspectives stratégiques et alignement des intérêts à long terme
 - Possibilité de conseiller et d'orienter l'équipe de direction sur les questions de perspectives stratégiques et de priorités
 - Possibilité d'alignement de la rémunération pour favoriser la réalisation de la stratégie
 - Possibilité pour la direction d'adopter une approche à long terme de mise en œuvre de la stratégie vu l'absence de pressions dues aux prévisions trimestrielles publiées

Les avantages de structure, de gouvernance et d'information placent le gestionnaire de capitaux propres en meilleure position pour obtenir régulièrement un rendement élevé

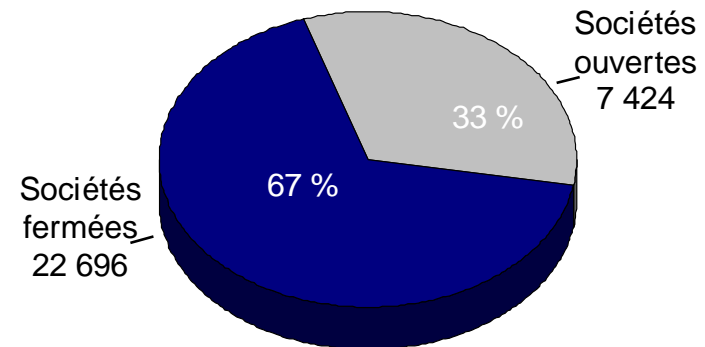
Occasion de diversification des capitaux propres

171 606 entreprises aux États-Unis

Recettes de 10 millions de dollars et plus



Recettes de 100 millions de dollars et plus



Source : Fichier de données sur la situation du marché Dun & Bradstreet, janvier 2002. Gracieuseté d'Abbott Capital

Les investissements en capitaux propres donnent l'accès à une gamme plus large d'occasions de placement que les marchés boursiers

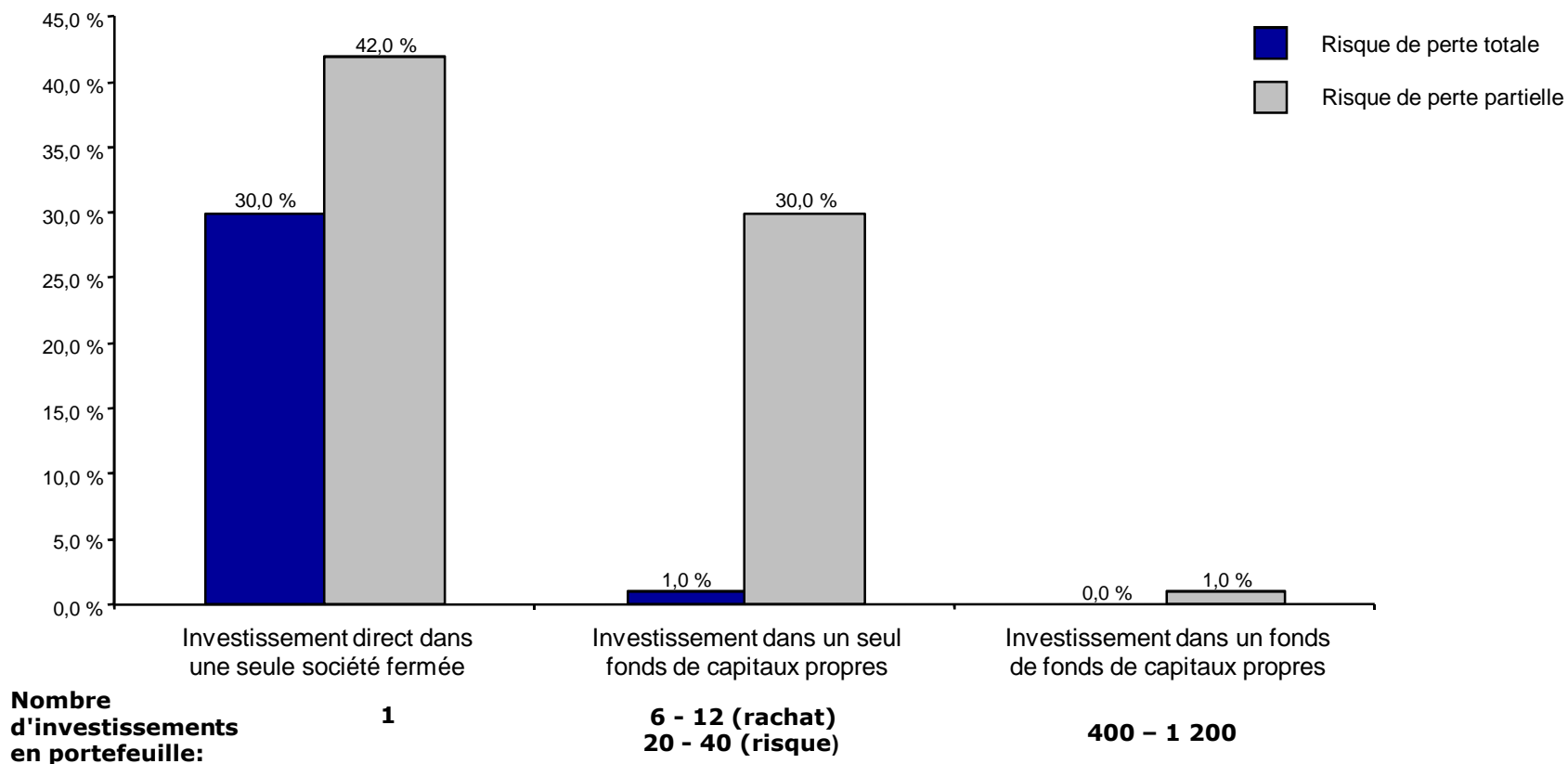
Diversification des capitaux propres par catégorie d'actif

- Les sous-secteurs suivants des fonds de capitaux propres présentent des différences de profil de risque, rendement prévu, occasions d'investissement et conditions des marchés :

Style		
Risque	Rachat	Autres
- Étape de formation	- Marché limité	- Mezzanine
- Étape de début	- Marché intermédiaire	- Redressement
- Étape avancée	- Rachat important	- Infrastructure
Spécialisation		
- Biotechnologie	- Valeur	
- Technologie de l'information	- Croissance	
- Communications	- Médias et communications	
Géographie		
Amérique du Nord, Europe, Asie et Amérique latine		

- Occasions de diversification au sein d'un portefeuille de capitaux propres en fonction de l'évaluation globale des occasions d'investissement (potentiel de croissance, évaluation, etc.) et du capital à investir.

Avantages de la diversification



Note : Données sur environ 5 000 investissements directs, 300 fonds et 50 000 fonds de fonds simulés
Source : Rapport Weidig et Mathonet, « The Risk Profiles of Private Equity », janvier 2004, Gracieuseté de TD Capital

Un portefeuille de capitaux propres diversifié peut réduire considérablement la volatilité et le risque de perte

Importance et croissance de l'industrie américaine des capitaux propres (1)

	<u>1980</u>	<u>1990</u>	<u>2000</u>	<u>2006</u>
Nombre de firmes	165	1 040	3 440	4 449
Nombre de fonds	233	2 089	7 981	11 173
Nombre de fonds établis dans l'année	65	243	1 618	484
Total des fonds recueillis (MM \$)	2,8	15,9	255,3	266,5
Capital géré (MM \$)	8,2	134,5	963,3	1 837,7
Source: Thomson Venture Economics, 2007 Comprend capital de risque, rachats et mezzanine.				

Les investissements en capitaux propres ont augmenté considérablement pour devenir une industrie établie offrant un large éventail diversifié de stratégies et de gestionnaires

Importance et croissance de l'industrie américaine des capitaux propres (2)

- L'augmentation de la concurrence rend plus difficile la découverte d'entreprises sous-évaluées ou d'occasions spéciales, ce qui rend plus difficile l'obtention de rendements absolus élevés pour les capitaux propres
- Le rendement supérieur relatif par rapport aux marchés boursiers devrait se poursuivre grâce à l'importance croissante accordée à la sélection du gestionnaire en adoptant une approche tactique
 - Concentration sur certaines sous-catégories d'actif et/ou marchés moins capitalisés, mais encore capables de générer des rendements élevés
 - Sélection de gestionnaires de capitaux propres qui ont fait preuve de discipline lors des cycles précédents du marché et qui sont capables de faire croître considérablement la valeur des sociétés détenues
 - Examen des effets internes de la commandite, comme le vieillissement des gestionnaires de capitaux propres et la valeur nette gérée, sur leur capacité à continuer d'obtenir des résultats supérieurs aux autres placements boursiers

S'il peut être difficile d'obtenir un rendement historique absolu à l'avenir, il faut toujours rechercher un rendement supérieur relatif par rapport au marché boursier

Contexte et objectifs de la présentation

Recommandations

Les conclusions du rapport *Trouver la clé* stipulent que l'ACCR doit :

“Augmenter la communication et la formation sur les capitaux propres en appuyant sur ses relations avec l'ACGFR et les autres associations du secteur

“Trouver des moyens de battre les obstacles et de renforcer l'infrastructure existante de façon à faciliter l'entrée économique sur le marché des capitaux propres

Il recommande également d'augmenter l'éducation sur le marché canadien des capitaux propres, ce qui doit former la deuxième phase de ce projet

Objectifs de la présentation

“ Donner un aperçu des capitaux propres et des raisons pour lesquelles cette catégorie d'actif doit être envisagée pour un portefeuille de placements institutionnel

“ Discuter des risques potentiels et des questions de mise en œuvre d'un programme de placements en capitaux propres

“ Étudier d'autres méthodes de constitution d'un portefeuille de capitaux propres . depuis les fonds de fonds jusqu'aux placements directs

Risques perçus des capitaux propres (1)

Question	Effet d'atténuation
Liquidité limitée	
<p>Les investissements dans les fonds sont des investissements à long terme qui doivent être gardés jusqu'à leur échéance. Si des liquidités sont nécessaires avant l'échéance, il y aura des coûts de transaction.</p>	<p>La plupart des régimes de pension ont des liquidités suffisantes (environ 90 %) grâce à leurs portefeuilles d'actions et d'obligations cotées.</p> <p>Le marché secondaire des investissements dans les fonds est en croissance rapide, ce qui augmente la liquidité et la sécurité des prix compétitifs.</p>
Sélection sous-optimale d'investissements	
<p>L'accès aux fonds du premier quartile compte beaucoup car l'écart entre le rendement du premier quartile et celui du quartile médian est très important.</p> <p>Il est difficile d'accéder à des fonds qui sont tous du premier quartile pour les capitaux de risque et les fonds de rachat du marché intermédiaire.</p>	<p>Un personnel compétent ou un consultant, un fonds de fonds ou un gardien (appelés collectivement les « conseillers ») peut offrir l'expérience nécessaire pour sélectionner le gestionnaire de façon à diversifier le risque lié au gestionnaire et à accéder à des gestionnaires qui appartiennent régulièrement au premier quartile.</p>

Risques perçus des capitaux propres (2)

Question	Effet d'atténuation
Rendement l'année de constitution	
<p>Comme de nombreux autres investissements, les capitaux propres ont des rendements cycliques</p> <p>Au début d'un programme de placement en capitaux propres, le rendement peut dépendre beaucoup plus des performances l'année de constitution.</p>	<p>La stratégie d'investissement doit offrir une exposition régulière aux fonds à différents points du cycle économique et boursier.</p> <p>Il est difficile de prévoir le marché car le fonds a une vie qui s'étend sur plus de 10 ans. C'est pour cette raison que la plupart des régimes investissent régulièrement tout au long des cycles.</p>
Difficulté de mesure et de contrôle	
<p>Il faut se fier au prix évalué pour estimer la performance les premières années.</p> <p>Il est difficile de faire la comparaison avec des indices repères car le rendement des capitaux propres s'exprime en TRI avec prix d'évaluation.</p>	<p>Des procédures solides ont été mises au point pour effectuer la mesure et le contrôle pendant toutes les phases de la vie d'un fonds.</p> <p>On fait appel à des indices repères qui comprennent à la fois les cibles de rendement absolu et de rendement relatif.</p> <p>Les groupes industriels préparent des directives normalisées de rapport et d'évaluation pour permettre la comparaison avec les politiques d'un fonds.</p>

Questions particulières de mise en œuvre (1)

Question	Effet d'atténuation
Besoins en dotation	
<p>Il faut disposer de professionnels expérimentés pour constituer un portefeuille à haut rendement et gérer efficacement les risques.</p> <p>Les limites de taille et d'effectifs pour certains investisseurs institutionnels peuvent donner l'impression que la constitution d'un portefeuille de capitaux propres est à la fois peu réaliste et peu économique.</p>	<p>Un personnel expérimenté ou un conseiller peuvent offrir l'expertise et l'accès nécessaires aux fonds à rendement supérieur.</p> <p>Une gestion externe assurée par un conseiller offre un moyen pratique et économique de constituer un portefeuille de capitaux propres. À mesure que l'expérience s'élargit, les investisseurs entreprennent souvent à l'interne la sélection des fonds et peuvent envisager le coinvestissement et l'investissement direct en fonction de leurs ressources internes.</p>
Engagement à long terme avec les gestionnaires	
<p>Il faut reconnaître que le succès ne peut se mesurer que sur de longues périodes car le fonds a une durée de vie de 10 à 14 ans.</p> <p>Il est possible que les administrateurs hésitent à s'engager sur une période qui dépasse celle de leur mandat.</p> <p>En général, il est très difficile de remplacer un gestionnaire de fonds car le changement exige une majorité qualifiée d'investisseurs.</p>	<p>Pendant la durée du fonds, les gains réalisés sont distribués pour offrir un rendement comptant, la majorité du capital étant engagée et retournée dans une période de 6 à 8 ans pour un portefeuille diversifié moyen.</p> <p>Les régimes de pension, fonds de dotation et fondations ont un horizon d'investissement et d'immobilisation à long terme qui dépasse le mandat des conseils d'administration et s'adapte bien à l'encaisse des capitaux propres.</p> <p>Les distributions des gestionnaires obtenant un rendement inférieur servent à rééquilibrer le portefeuille en faveur de gestionnaires du premier quartile.</p>

Questions particulières de mise en œuvre (2)

Question	Effet d'atténuation
La courbe en J	
<p>Les résultats à court terme sont affectés négativement par la courbe en J.</p>	<p>L'effet de la courbe en J ne se fait sentir que sur un petit pourcentage du capital engagé par un fonds pendant les années un à trois (en général moins de 50 % du total des engagements).</p> <p>La constitution d'un portefeuille sur des années de constitution différentes atténue ce problème avec la maturité du portefeuille.</p> <p>Il convient d'allouer une partie du portefeuille plus tard à des opérations de rachat, mezzanine et créances de second rang.</p>
Disponibilité des produits	
<p>Les fonds du premier quartile et les fonds de fonds peuvent ne pas être disponibles au moment où les investisseurs veulent investir.</p>	<p>La gestion s'effectue en suivant le marché et peut bénéficier de l'aide d'un conseiller.</p>
Accès aux fonds de capital de risque pour un fonds public	
<p>Certains fonds de capital de risque du premier quartile excluent les régimes de pension publics de crainte des exigences de divulgation du rendement potentiel selon la Loi sur l'accès à l'information.</p>	<p>Si la loi canadienne présente moins de risques en ce qui concerne la divulgation, l'impression reste la même.</p> <p>Le regroupement des résultats effectué par les fonds de fonds répond aux problèmes d'accès à l'information des fonds de capital de risque.</p>

Questions particulières de mise en œuvre (3)

Question	Effet d'atténuation
Problèmes fiscaux potentiels aux États-Unis	
<p>Les investisseurs canadiens exempts d'impôt peuvent se trouver accidentellement assujettis à l'impôt américain sur le revenu sur les distributions touchées qui constituent un revenu réellement lié (ECI) ou un certain revenu lié à l'immobilier (FIRPTA).</p>	<p>En général, les fonds s'engagent à ne pas produire de revenu de type ECI ou FIRPTA mais, lorsqu'un revenu de ce type est gagné accidentellement, une société tampon doit être mise sur pied pour isoler des implications fiscales.</p>
Contenu étranger	
<p>Avant le dernier budget, les investissements dans les fonds non canadiens et dans de nombreux fonds canadiens qui ne pouvaient pas être structurés effectivement comme sociétés en commandite qualifiées étaient considérés comme un bien étranger.</p>	<p>Si le dernier budget n'a pas encore force de loi, il a mis fin à la limite de 30 % sur les biens étrangers pour les régimes de pension canadiens.</p> <p>Les anciens problèmes de structuration des sociétés en commandite qualifiées ne constitueront plus un obstacle.</p> <p>Les régimes de pension ont maintenant toute la souplesse nécessaire pour structurer leurs portefeuilles d'investissement et vont probablement comparer leur performance aux indices de référence mondiaux pertinents.</p>

Questions particulières de mise en œuvre (4)

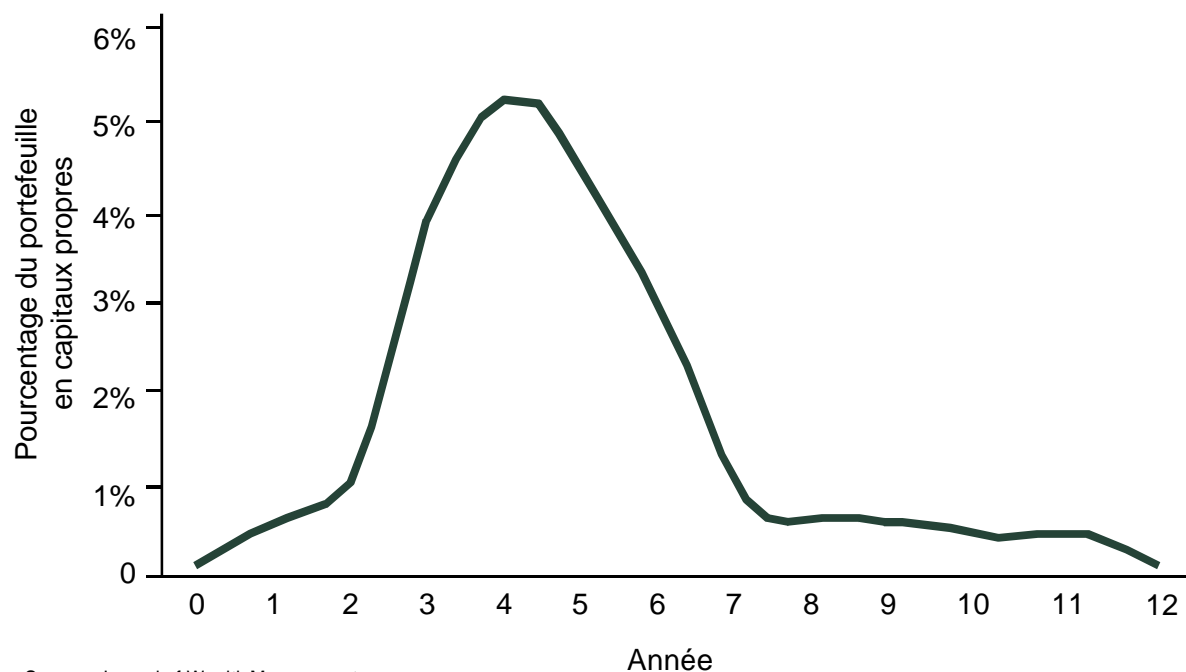
Question	Effet d'atténuation
Difficulté de respect de la répartition cible	
<p>Du fait du choix du moment pour les distributions et les engagements, le capital net investi s'élève en général à un montant largement inférieur à la répartition cible, ce qui fait qu'un seul fonds permet rarement d'atteindre cette répartition cible.</p> <p>Le montant du capital net investi dans un fonds de capitaux propres baisse rapidement après la cinquième année.</p>	<p>Pour atteindre la répartition cible, il est nécessaire d'engager des fonds dépassant le montant des investissements cibles dans la catégorie d'actif.</p> <p>Pour respecter la répartition cible dans les capitaux propres, il est nécessaire d'engager régulièrement des fonds.</p>
Documents contractuels	
<p>Contrats complexes et manque de normes de préparation des rapports de rendement.</p>	<p>Il faut augmenter la normalisation des contrats, les méthodes d'évaluation et de préparation des rapports du rendement.</p> <p>Des spécialistes externes sont disponibles pour aider les investisseurs.</p>

Continuité de la répartition en capitaux propres

- Pour atteindre la répartition cible, il est nécessaire d'effectuer un engagement excédentaire dans la catégorie d'actif

Montant du portefeuille en capitaux propres

Illustration



Source : Journal of Wealth Management
Gracieuseté TD Capital

- Engagement ponctuel de 10 % du portefeuille dans un fonds de fonds en capitaux propres
- Répartition cible de 10 % jamais atteinte avec un seul fonds
- Baisse rapide du montant du capital net investi en capitaux propres après la cinquième année
- Besoin d'un programme continu (avec engagement 1,0 fois la répartition tous les deux ans) pour atteindre et garder la répartition cible en capitaux propres

Dans cet exemple, du fait du choix du moment pour les distributions et engagements, le capital net investi s'élève environ à 60 % du capital engagé dans la cinquième année

Frais pour les capitaux propres

- Frais de gestion de 1,5 % à 2,5 % du capital total engagé, souvent avec réduction après cinq ans
- Toutes les distributions sont versées à l'investisseur jusqu'à ce que les distributions cumulées représentent un remboursement de tous les engagements en capital, y compris les frais de gestion plus, en général, un taux de rendement annuel composé de 8 %
- Rémunération basée sur le rendement sous forme d'un intérêt passif, le plus souvent de l'ordre de 20 %, payé par la suite à l'associé commandité (sous réserve des clauses de rattrapage s'il y a lieu)
- Coût élevé de mise sur pied d'une équipe d'investissement interne expérimentée pour rechercher, évaluer, contrôler et gérer les placements directs en capitaux propres

Les frais sont plus élevés que pour les titres cotés, mais le rendement net des capitaux propres a tendance à être plus élevé à long terme

Investissements en capitaux propres par les régimes de pension canadiens et américains

% de l'actif total (1)	
<i>États-Unis</i>	
Fonds de dotation et fondations	8,3 %
Régime de pension (sociétés)	4,4 %
Régime de pension (publics)	4,3 %
<i>Canada</i>	
Fonds de dotation et fondations	3,0 %
Source: Greenwich Associates, 2007	
(1) Total pondéré en dollars	

Les régimes de pension canadiens ont moins investi en capitaux propres que les régimes américains

Contexte et objectifs de la présentation

Recommandations

Les conclusions du rapport *Trouver la clé* stipulent que l'ACCR doit :

“Augmenter la communication et la formation sur les capitaux propres en s'appuyant sur ses relations avec l'ACGFR et les autres associations du secteur

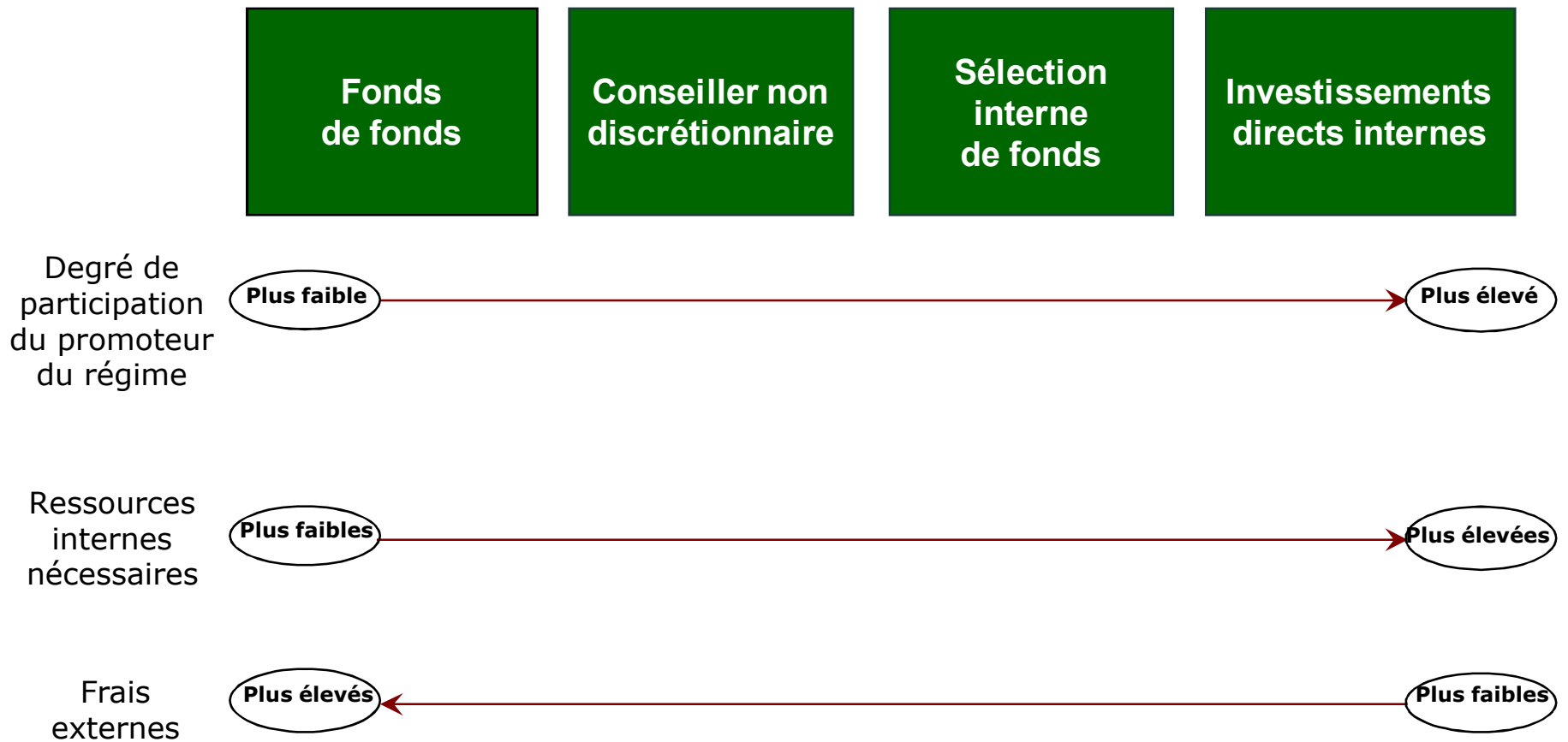
“Trouver des moyens de combattre les obstacles et de renforcer l'infrastructure existante de façon à faciliter l'entrée économique sur le marché des capitaux propres

Il recommande également d'augmenter l'éducation sur le marché canadien des capitaux propres, ce qui doit former la deuxième phase de ce projet

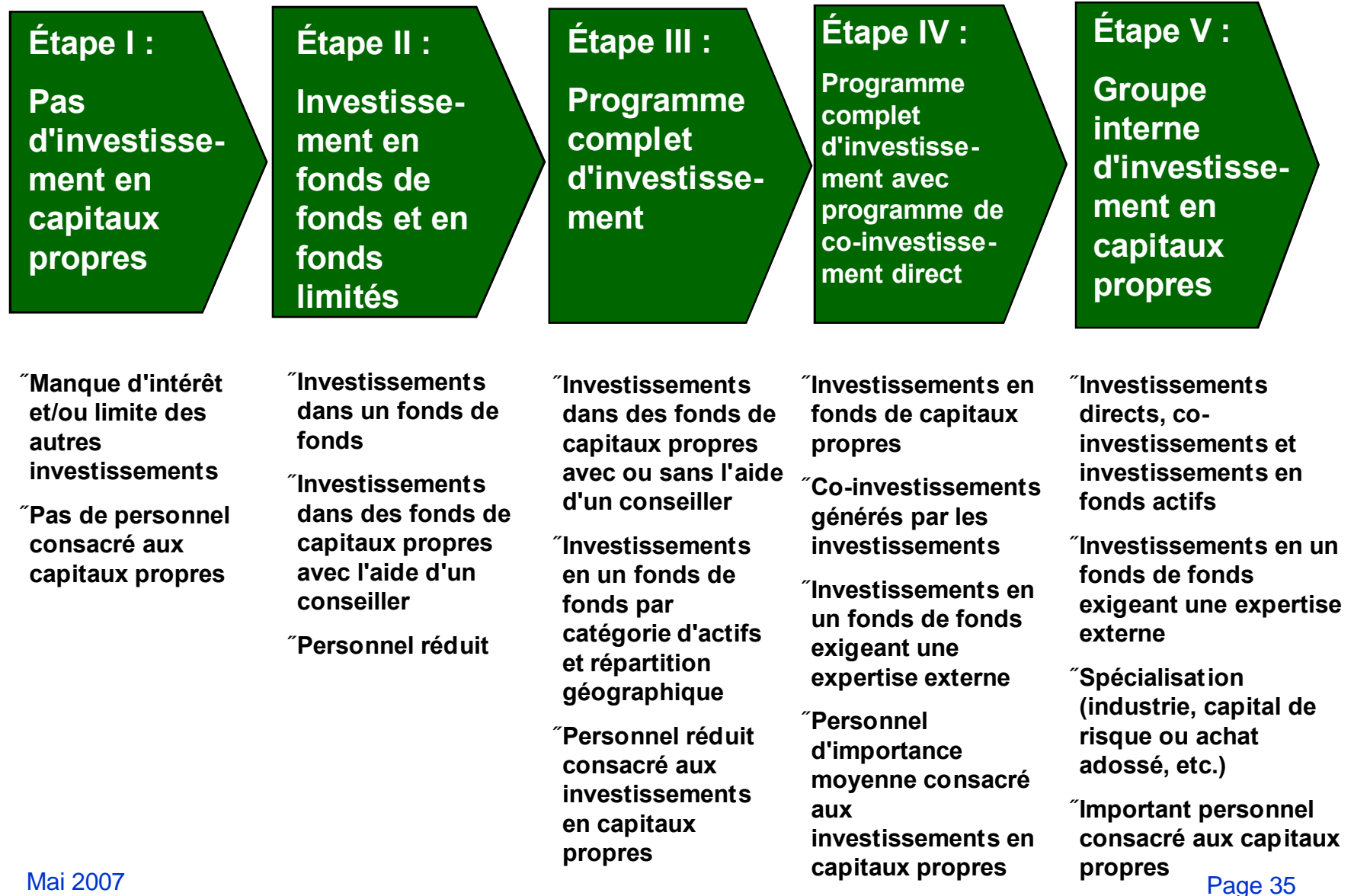
Objectifs de la présentation

- “ Donner un aperçu des capitaux propres et des raisons pour lesquelles cette catégorie d'actif doit être envisagée pour un portefeuille de placements institutionnel
- “ Discuter des risques potentiels et des questions de mise en œuvre d'un programme de placements en capitaux propres
- “ Étudier d'autres méthodes de constitution d'un portefeuille de capitaux propres . depuis les fonds de fonds jusqu'aux placements directs

Manières d'investir en capitaux propres



Évolution des investissements en capitaux propres par les investisseurs institutionnels



Pourquoi un fonds de fonds ou un conseiller ?

- Accès aux meilleurs gestionnaires de capitaux propres grâce à l'importance et aux ressources de l'institution, aux relations historiques et à la présence sur le marché
- Accès à une équipe d'investissement expérimentée et à un processus discipliné de diligence raisonnable, de sélection et de constitution de portefeuille par les gestionnaires
- Économies d'échelle passées à l'investisseur
 - Les investisseurs peuvent constituer un portefeuille de 20 à 30 gestionnaires sans avoir à engager plus de 100 à 200 millions de dollars US pour constituer directement le portefeuille (hypothèse d'un minimum de 5 à 10 \$ US par fonds)
 - Rend les investissements en capitaux propres réalisables et économiques pour les petits investisseurs institutionnels
- Soulagement des charges administratives
 - négociation des contrats
 - regroupement de l'encaisse
 - regroupement des rapports
 - suivi des engagements et des distributions au comptant
 - rapports sur le rendement
 - liquidation des distributions en nature

Frais des fonds de fonds

- Frais de gestion de l'ordre de 75 à 100 points de base du capital total engagé, souvent avec réduction après cinq ans
- Toutes les distributions sont versées à l'investisseur jusqu'à ce que les distributions cumulées représentent un remboursement de tous les engagements en capital, y compris les frais de gestion plus, en général, un taux de rendement annuel composé de 8 %
- Rémunération basée sur le rendement sous forme d'un intérêt passif payé par la suite à l'associé commandité. L'intérêt passif dépend du type d'investissement
 - Investissements de premier rang : Intérêt passif de 0 % à 5 %
 - Investissements de second rang : Intérêt passif de 5 % à 10 %
 - Co-investissements directs (s'il y a lieu) Intérêt passif de 10 % à 15 %
- Ces frais s'ajoutent aux frais payés au gestionnaire des capitaux propres

Malgré les frais supplémentaires, les fonds de fonds constituent une solution économique pour les petits régimes de pension. Pour les grands régimes de pension à équipe interne de gestion des capitaux propres, les frais supplémentaires doivent être évalués en fonction des autres avantages.

Conclusions

- Les capitaux propres sont une composante importante d'un portefeuille institutionnel, permettant de rehausser le rendement et la diversification par rapport aux catégories d'actif ordinaires
- Les questions de risques et de mise en œuvre liées aux capitaux propres peuvent être résolues par des ressources internes expérimentées ou par un consultant, un fonds de fonds ou un gardien (appelés collectivement les « conseillers »)
- Les capitaux propres constituent une excellente occasion pour les investisseurs institutionnels canadiens – surtout ceux dont l'actif est inférieur à cinq milliards de dollars – d'augmenter leur participation dans les capitaux propres, soit directement, soit par l'intermédiaire d'un conseiller
- Les professionnels des investissements doivent collaborer pour améliorer la communication et l'éducation sur les capitaux propres parmi les gestionnaires, fiduciaires/administrateurs et consultants, comme pour expliquer les obstacles perçus à l'entrée dans cette catégorie d'actif pour les investisseurs canadiens

Annexes

Annexe I : Collaborateurs canadiens et américains au rapport « Trouver la clé »

Annexe II : Liste des membres du conseil consultatif pour le rapport « Trouver la clé »

Annexe III : Rendement des capitaux propres – méthodes de mesure et de comparaison

Collaborateurs canadiens et américains au rapport « Trouver la clé » (1)

Canada

Alberta Revenue

Alberta Teachers Retirement Fund Board

Association canadienne des gestionnaires de fonds de pension

Association canadienne du capital de risque et d'investissement

Assurance vie La Capitale

BIMCOR

British Columbia Investment Management Corporation

Canada-Vie

Caisse de retraite de Radio-Canada

CDP Capital

Commission du Régime de retraite de l'Ontario

Compagnie d'assurance Sun Life

Fiducie Eterna

Fondation Lucie et André Chagnon

Fonds de fonds EdgeStone Capital

Frank Russell Canada

Gestion Aequilibrium

Greystone Managed Investments

Groupe Capital de risque de la BDC

Industrielle Alliance, Assurance et services financiers inc.

Jefferson Partners

La Maritime Compagnie d'assurance vie

McLean Watson Capital

Mercer Investment Consulting

Nova Scotia Hospitals Pension Plan

Nova Scotia Public Service Pension Plan

Office d'investissement des régimes de pension du secteur public

Office d'investissement du Régime de pensions du Canada

Régie de retraite de la fonction publique du Manitoba

Régime de retraite d'Alcan

Régime de retraite d'Hydro One

Régime de retraite d'Hydro-Québec

Régime de retraite d'IWA Forest Industry

Régime de retraite de Daimler Chrysler Canada

Régime de retraite de Domtar

Régime de retraite de General Motors du Canada

Régime de retraite de l'Association des collèges d'arts appliqués et de technologie de l'Ontario

Régime de retraite de l'Université de Montréal

Régime de retraite de l'Université du Québec

Régime de retraite de l'Université Laval

Régime de retraite de la Banque de Montréal

Régime de retraite de la Compagnie pétrolière Impériale limitée

Régime de retraite de la Province de Terre-Neuve-et-Labrador

Collaborateurs canadiens et américains au rapport « Trouver la clé » (2)

Canada - suite

Régime de retraite de la Société de transport de Montréal
Régime de retraite de Nortel Networks
Régime de retraite de Petro-Canada
Régime de retraite de Postes Canada
Régime de retraite de Shell Canada
Régime de retraite de Telus Corporation
Régime de retraite des employés de la Ville de Winnipeg
Régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario
Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario
Régime de retraite du Canadien National
Régime de retraite du personnel hospitalier du Manitoba
Régime de retraite du Service de police de la Communauté urbaine de Montréal
Régime des rentes du Mouvement Desjardins
Réseau Capital (Réseau de capital de risque du Canada)
Société de gestion des placements du Nouveau-Brunswick

TD Capital Private Equity Investors
Towers Perrin
University of British Columbia Faculty Pension Plan
University of Toronto Asset Management Corporation
Ventures West Management

États-Unis

Abbott Capital Management LLC
BellSouth Pension
California Public Employees Retirement System
California State Teachers Retirement System
Cambridge Associates LLC
Colorado Public Employees Retirement System
Crédit Suisse First Boston
Flag Ventures Partners
Florida State Board of Administration
Grove Street Advisors
Harbourvest Partners LLC
Harvard Endowment Fund
MIT Endowment Fund
Massachusetts Pension Reserves Investment Management
Oregon Public Employees Retirement Fund
Pennsylvania State Employees Retirement System
RBC Capital Partners (U.S.)
State of Wisconsin Investment Board
Teacher Retirement System of Texas
Verizon Investment Management Corporation

Liste des membres du conseil consultatif pour le rapport « Trouver la clé »

Conseil consultatif

Mark Belfry - Prince Edward Island Business Development
John Eckert - McLean Watson Capital Inc.
Brian Elder - Banque de développement du Canada
Marc Leduc - Ministère du Développement économique régional et de la Recherche du Québec
Robin Louis - Venture West Management Inc.
Mary Macdonald - Macdonald & Associates Limited
Claude Miron - In Vivo Ventures
David Rogers - Régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario
John Sinclair - Société de gestion des placements du Nouveau-Brunswick
Christine Soucy - Industrie Canada
Annie Thabet - Celtis Capital
Peter Webber - Industrie Canada
Doug Welwood - Ministère du Développement économique et du Commerce de l'Ontario
Rosemary Zigrossi - Conseil du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario

Équipe chargée du projet

Wayne Clendenning - Conseiller en recherche
Kirk Falconer - Macdonald & Associates Limited
Kathy Jeramaz-Larson - Macdonald & Associates Limited
Mark Nelson - Ministère du Développement économique et du Commerce de l'Ontario
Beverley Morden - Conseillère en recherche
Lucien Biron - PricewaterhouseCoopers

Rendement des capitaux propres – méthodes de mesure et de comparaison

- « A Method for Comparing Private Market Internal Rates of Return to Public Market Index Returns », Austin M. Long et Craig J. Nickels, ([www.alignmentcapital.com/publications/ Index Comparison Method](http://www.alignmentcapital.com/publications/Index%20Comparison%20Method)), août 1995.
- « Benchmarking and Performance Measurement », Mark Weisdorf et Janet Rabovsky, extrait du guide de recherche, « Private Equity Due Diligence: Investment Selection in an Inefficient Asset Class », qui doit être publié en 2005 par Private Equity International et Probitas Partners.
- « Private Equity Benchmarking with PME+ », Christophe Rouvinex, Venture Capital Journal, août 2003.
- « Benchmarking the Returns to Venture », Woodward et Hall, document de travail 10202, National Bureau of Economic Research, [www.nber.org\(wpaper/w10202\)](http://www.nber.org/wpaper/w10202), décembre 2003.